

JUHÁSZ Péter

IRÁNYTŰ NÉLKÜL - INFORMÁCIÓS VÁLSÁGBAN A PÉNZÜGYI DÖNTÉSHOZATAL

Miközben az utóbbi években mind szélesebbre nyílik a rés a könyv szerinti és az üzleti érték között, sokszor még ma is csak a számvitel információi az egyetlenek, amelyek alapján üzleti döntések születnek. A cikk a két érték különbségének okait, és a köztük való átjárhatóság lehetőségeit mutatja be.

Minden gyakorló vállalatvezető tapasztalatból tudja, hogy a számvitel által biztosított információk csak igen korlátozottan alkalmazhatók pénzügyi döntéseinek megalapozásához. Ha egy üzleti lehetőség megítéléséről van szó, a két terület szakemberei gyakran elbeszélnek egymás mellett: ami a pénzügyesnek érték, az a számvitelnek csak bizonytalan jövő, s amit ez utóbbi ténynek, fontos adatnak tart, az az előbbinek csak szép emlékű történelem. (Lásd például Nagy, 1991)

Különös módon más a helyzet, ha egy cég vagy üzletág teljesítményének megítéléséről van szó. Egy Graham Francis és Clare Minchington (in: Arnold – Davies, 2000, p. 150-162.) által leírt kutatás többek között azt vizsgálta, hogy a vállalatok (az Egyesült Királyságban) miként mérik a különféle tevékenységeikben lekötött tőke értékét. Az eredményeket az 1. táblázat mutatja.

1. táblázat

A vállalati részleg által lekötött tőke meghatározásához használt értékelési eljárások megoszlása

Nettó könyv szerinti érték	87%
Pótlási érték	4%
Bruttó könyv szerinti érték	3%
Piaci érték	1%
Egyéb	5%

Forrás: Arnold-Davies (2000, p. 159.)

A tapasztalatok szerint (más országokban végzett kutatások is hasonló képet mutatnak), tehát a cégek túlnyomó többsége a számviteli adatokra támaszkodik, amikor azt kell megítélnie, hogy valamely üzletágának tulajdonosai számára értéket terem-e, vagy éppen ellenkezőleg: rombolja a részvényesi értéket. (A tulajdonosi érték koncepcióról részletesen lásd többek között: Reszegi, 1998; Black et al., 1999; Black et al., 2001; Copeland et al., 1999)

Miért lényeges ez? A Personnel Today egy 2002 szeptemberi cikkében (Personnel Today, 2002) megdöbbentő adatokat közöl. Eszerint az elmúlt évtizedekben a vállalatok piaci értékelése egyre látványosabban elvált a (pénzügyi) számvitel megítélésétől: miközben 1978-ban az Egyesült Államokban a vállalatok könyv szerinti értéke átlagosan elérte a piaci értékük 95 százalékát, tíz esztendővel később ez már alig 28 százalék volt. Manapság a mutató már alulról közelíti a 20 százalékot. (A könyv szerinti értéken a vállalatba fektetett tőke megfelelő éves jelentésben szereplő adatok alapján meghatározott számviteli nagyságát értem.) Ez pedig azt jelenti, hogy a vállalatok túlnyomó többsége a ténylegesen befektetett tőke, vagyis a saját tőke és a kamatköteles adósságok piaci értékének alig egyötödét látva hoz üzleti döntéseket.

Nincsen jobb helyzetben a vállalat többi érintettje sem. A számviteli kimutatásokat, különösen az éves beszámolót valamennyi tulajdonos megkapja. Gyakori, hogy ez az egyetlen információforrás, amely alap-

ján – jobb híján – a kisérszvényesek tömege igyekszik átlátni, mi történt a vállalatnál az elmúlt évben. Ezen adathalmaz alapján próbálják eldönteni, hogy az aktuális piaci (tőzsdei) áron eladják részesedésüket, vagy ellenkezőleg, növeljék azt. De hozhat-e helyes döntést valaki, ha a vállalat értékének alig egyötödét látja?

A külső érintettek is elsősorban a számviteli kimutatásokból indulnak ki. A beszállítók vevőjük fizetőképességét, a bankok hitelek kockázatát, az állam az adózás pontosságát ilyen alapokra (is) támaszkodva határozza meg. Megfelelő képet kapnak így a vállalatról?

2. táblázat

Néhány magyar tőzsdei cég piaci és könyv szerinti értékének hányadosa

NABI	168,78%
BorsodChem	160,96%
Matáv	160,81%
Linamar	140,56%
Antenna Hungária	132,33%
Mol	116,75%
TVK	97,13%
Démász	89,45%
Egis	86,73%
Rába	80,07%
Pannonplast	76,83%
Danubius	71,04%
Synergion	63,12%
Zalakerámia	62,43%

Forrás: Bloomberg, 2003. szeptember 30.

A kérdésekre adott válasz aligha lehet igenlő. Ráadásul az Enron és WorldCom számviteli beszámolóiban talált visszaadások ugyancsak ráirányították a figyelmet a kimutatások és a valóság esetleges eltéréseire. Mennyire megbízhatók azok a kimutatások, amelyek alapján még a teljes összeomlás előtt egy-két hónappal is vételre javasolták az elemzők a cégek papírjait? A büntető jogi kategóriák mellett van-e más oka is az üzleti és a számviteli értékítélet eltérésének? A problémakört különösen aktuálissá teszi, hogy 2002-ben – jórészt épp az imént látott okok miatt – az Egyesült Államokban használt számviteli szabályrendszer, a GAAP lényegesen megváltozott, s Európában is az aktuális értékelési rendszer gyökeres átalakítását fontolgatják.

A probléma különösen érdekes azért is, mert a számvitel és a pénzügy eltérő szemléletét a napi, operatív döntéseknél az elmélet és a gyakorlat egyaránt kezeli. A pénzügyi számvitel (*financial accounting*) mellett általánosan elfogadott a hagyományos számvitel adatai üzleti igényeknek megfelelően átalakító vezetői számvitel (*managerial accounting*) oktatása és alkalmazása: ma már szinte minden társaságnál dolgoznak könyvelők mellett ilyen közvetítő, átalakító feladatot végző pénzügyi elemzők, kontrollerek is. Befektetési, hitelminősítési és teljesítménymérési feladatoknál azonban úgy látszik, a gyakorlat időnként megelégedik arról, hogy a számvitel információi közvetlenül nem használhatók fel.

A következőkben bemutatom, milyen okokra vezethető vissza az üzleti és a könyv szerinti érték eltérése. (Ennek során az értéket – a részvényesi érték koncepciónak megfelelően – a tőkéletesen informált, a stratégia befolyásolására nem képes tulajdonos szemszögéből közelítem.) A téma összetettsége miatt azonban aligha vállalkozhatom az egyes kérdéskörök részletes, sokoldalú bemutatására. Az elsődleges cél az egyes magyarázó tényezők azonosítása, amelyek alapos elemzése, tudományos igényű további feltárása külön kutatások témája lehet.

A pénzügyi és számviteli értékelés eltérése

Amikor egy céget vagy egy részét értékeljük, olyan értéket akarunk meghatározni, amely mellett piaci körülmények között a jelenlegi tulajdonosok hajlandók eladni részesedésüket, ugyanakkor található arra vevő is. Amennyiben ezt az értéket változatlan stratégia, hatékony tőkepiacok mellett, a felek tőkéletes informáltságát feltételezve a jövőbeli jövedelemtermelő képesség alapján számoljuk ki, figyelembe véve a hitelek piaci értékét is, a vállalat (fair) üzleti értékről beszélünk. Ezen érték meghatározására számos egymást kiegészítő, helyettesítő technika létezik: számviteli alapú becslés, eszközök és forráselemzés, összehasonlító értékelés, piaci szorzószámok alkalmazása, diszkontált pénzáramlás (DCF), pénzügyi modellek (reálopciók, scénáriók). (A technikák részletes ismertetését lásd például: Damodaran, 2002)

Ugyanakkor ki kell emelni, hogy az előbbi definíciótól eltérő értékelési szemléletmódok is léteznek. A keresett érték relatív voltát jól tükrözi a szakirodalomban megtalálható sokféle definíció is: Pratt (1992, p. 12-17.) például az érték hatféle szakirodalmi megkö-

zelítését azonosítja (reális piaci érték, belső vagy befektetési érték, méltányos érték, folyamatos működést feltételező érték, felszámolási érték, könyv szerinti érték).

A gyakorlati tapasztalatok szerint a számvitel és az üzleti, a piaci értékítélet alapvetően eltér egymástól. A két azonos jelenségre vonatkozó mérés eredményének eltérését okozó tényezőket három csoportra oszthatjuk. Az eltérések egyik része a jórészt múltorientált számviteli és jövőre irányuló pénzügyi szemléletmód különbségéből fakad, másik az adott számviteli rendszer sajátosságaiból, a harmadik tényezőcsoport pedig a vállalatnál kívül keresendő: a makrogazdasági és iparági hatások értékbefolyásolók ugyan, de bemutatásuk a számvitelnek nem feladata.

Eltérő szemléletmód

Bár, mint láttuk, a vállalat könyv szerinti és üzleti értéke közti különbség óriási lehet, ez semmiképp sem jelenti azt, hogy a számvitel korrekt művelése haszontalan vagy hibás volna. Sokkal inkább arról van szó, hogy *a számvitel célja nem az üzleti értékelés*, hanem sokkal inkább a vállalat napi működésében közvetlenül részt nem vevő érintettek, közülük is elsősorban a tulajdonosok, a hitelezők és az állam informálása. A számvitel elsősorban bekerülési értékből indul ki, és konzervatív becslési eljárásokat alkalmazva a vállalat vagyonát mutatja be, s nem az értéktérmetítő tényezőkre koncentrálna igyekszik a vállalat értékét meghatározni.

Tudatában kell lennünk annak, hogy a ma is használt kettős könyvvitel lényegében Luca Pacioli, velenicei szerzetes még 1494-ben papírra vetett *Summa de arithmetica, geometrica, proportioni et proportionalita* című művében lefektetett alapokon nyugszik (Stewart, 1994). A rendszer ma elfogadott főbb elveit még az ipari korban határozták meg, s az 1930-as években rögzítették. Akkoriban jelentős volt a munkaerőfelesleg, míg a tőke szűk keresztmetszetet jelentett. Ennek megfelelően a kifejlesztett rendszerben elsősorban a kézzel fogható vagyonelemek nyomon követése került a középpontba. Ezen alapelvek fejlődése ellenére sem várhatjuk el a rendszertől, hogy az utóbbi 20–30 évben megjelenő vagy fontossá váló új típusú vagyonelemeket is megfelelően mutassa be.

A kimutatások elkészítésénél alkalmazott óvatosság elve egyébként is alapjában kérdőjelezi meg a reális üzleti érték kimutatását, hiszen eszerint valamely eszköznek még a várható értékcsökkenését is gyakor-

latilag azonnal be kell mutatni, míg a már megtörtént értéknövekedést is főszabályként csak annak realizálása után tükrözik a számok. A bajok abból származnak, hogy egy más célra készített eszközt sokan és sokszor olyasmire használnak, amire az csak igen korlátozottan alkalmas. Hibáztathatjuk-e a méterrudat, mert nem lehet vele pontosan időt mérni? Madden (1999, p. 7-8.) is kiemeli: nem a számviteli kimutatásokkal van a baj, hanem azzal, ha azokat a vállalati teljesítmény abszolút mércéjeként annak mérésére próbálják használni valamilyen formában.

Nemcsak a célok, de az eszközök és a kiindulási adatok is eltérnek. Miközben a számvitel bizonylati elven, múltorientáltan, csak pénzben mérhető inputokkal dolgozik, az üzleti értékelés elsősorban a vállalat jövőbeli, nem feltétlenül csak pénzben mérhető tényezőkből eredő jövedelemtermelésére koncentrál.

A könyv szerinti érték tehát – korrekt könyvelésnél – szinte minden tétel esetében alulbecsli azok tényleges értékét. Így nem meglepő, hogy a PricewaterhouseCoopers 1998-as felmérésében részt vevő vállalatvezetők 38 százaléka gondolta csak úgy, cége értékének megítéléséhez nagyon hasznosak az elkészített számviteli kimutatások, s az is érthető, hogy ugyanez az arány miért volt alig 13 százalékos a high-tech iparágban tevékenykedő társaságoknál (Osterland, 2001). A torzítás mértéke iparáganként eltérő: míg a kilencvenes évek elején a részvények piaci és könyv szerinti értéke közt az Egyesült Államok acéliparában 25 százalékos volt az eltérés, ugyanez a gyógyszeriparban 250 százalékos volt (Ling – Nagy, 1992).

A tendenciózus alulbecslés mögött jó adag óvatosság is van. Ehrbar (2000, p. 191.) arra emlékeztet, hogy „amikor a könyvelőket értékpapírral történt visszaélés miatt perbe fogják, az a nyereség vagy az eszközök túlértékelése, nem pedig azok alulértékelése miatt történik”. Burlaud, Messina és Walton (1996) ennek illusztrálásaként említik a maradványérték elfogadását az amortizáció meghatározásakor. Noha egyes rendszerek megengedik ilyen érték figyelembevételét, a világ egyetlen könyvelője sem fogadna el az eredeti árnál *magasabb* maradványértéket (noha ez elvileg reális lehet), mivel az az amortizáció alap gondolatát kérdőjelezi meg. Ugyancsak gond lehet annak megítélésével, hogy a pusztán jog valaminek a véghezvitelére mekkora részét jelenti a projekt értékének, s ez az érték hogyan módosul az idő múlásával (Tozer, 2001).

A szintén az óvatosságból eredő alulértékelés problémáját hangsúlyozó Brealey és Myers (1999, I.

kötet, p. 476.) szerint a túlzott óvatosság nemcsak a cégvezetésnek rossz: a rejtett eszközök és az alulbecsült saját tőke miatt magasabbnak kimutatott könyv szerinti megtérülés (ROI – return on investment) a vállalat jövőbelmezőségének megítélését a hitelezők és más külső érintettek számára is megnehezíti (im., II. kötet, p. 65.).

Nakamura (1999) arra hívja fel a figyelmet, hogy az immateriális javak azonnali leírása miatt a kimutatott eredmény alacsonyabb lesz, s emiatt az eredménykimutatásra épülő szorzószámok, így például a P/E ráta a valóságosnál nagyobbak mutatkozik. Ez a gondolat különösen azért lényeges, mert gyakran a vállalat növekedési kilátásainak tulajdonítják a magasabb mutatót. Szerinte például a kilencvenes évek végén nem (csak) a befektetők lettek optimistábbak, hanem a mutató torzítása is jócskán növekedett.

Ezzel éppen ellentétes hatást emel ki Ehrbar (2000, p. 66.): a számviteli rendszerek alulbecslik a befektetett tőkét. A legfontosabb torzító tényezőknek a kutatás-fejlesztési kiadások költségkénti elszámolását, illetve a felvásárlásból származó üzleti érték (goodwill) amortizálását látja. Javaslatá szerint „minden olyan pénzkidatást, amely várhatóan hozzájárul a jövőbeli jövedelmekhez költségként való elszámolás helyett tőkésíteni kellene.” Miközben a K+F költségek hosszabb időtartam alatti fokozatos leírását látja kívánatosnak, a goodwillt szerinte egyáltalán nem lenne szabad amortizálni. Hiába alkalmaznánk azonban mindezen korrekciókat, a kép továbbra sem lenne tökéletesen éles.

Ehrbar (2000) könyvéhez írt előszavában Joel M. Stern, a Stern Stewart & Co. tanácsadó cég egyik alapító névadója szerint az Egyesült Államokban a vállalati működésből származó hozam számításához használt számviteli keret „katasztrofális” (im. p. 8.): cégük több mint 120 lehetséges torzítást talált a GAAP-ban. Ehrbar hozzáteszi (im. p. 193.): a belső számviteli eljárásokkal együtt 160 korrekciót javasolnak az üzleti eredmény és a tőke mérésének pontosabbá tételéhez. Tapasztalataik szerint ugyan mintegy tizenöt módosítás már kellő pontosságot ad, ám hogy ezek melyek, az mindig a konkrét esettől függ.

Black et al. (2001, p. 322-323.) pedig egyenesen úgy vélik, hogy a gyakorlatban három különböző számvitelre és kimutatásrendszerre van szükség. A külső érintettek (főként a hitelezők és az adózás révén az állam) érdekeit szolgáló *pénzügyi számvitel*, és az

üzleti döntéshozatalt támogató *vezetői számvitel* mellett létjogosultsága van egy *befektetési számvitelnek* is, amely a befektetők (tulajdonosok) érdekeit szem előtt tartva elsősorban azt igyekszik bemutatni, hogy a jelenlegi szabad pénzáramlás hogyan változik hosszabb távon, s milyen növekedési lehetőséget biztosítanak az új termékek, technológiák, szabadalmak vagy a stratégiai tervezés.

Ezzel összecseng Madden (1999, p. 75.) és Damodaran (2001, p. 142-143.) véleménye is, akik a vállalat értékét két részre bontják. A cég már meglevő befektetései mellett tetemes értéket képviselhetnek a jövőbeni potenciális befektetések, illetve pénzáramlások, vagyis a növekedési lehetőségek is. Eszerint egy vállalat nemcsak azért lehet értékes, mert olyan eszközöket birtokol, amelyek előbb-utóbb szabad pénzáramlást termelnek, hanem azért is, mert a jövőben ilyeneket szerezhet. Ennek megfelelően a hagyományos számviteli kimutatásokkal szemben szükség van pénzügyi alapú kimutatásokra is, amelyek a vállalat valamennyi eszközét reális (piaci) értéken mutatják (3. táblázat).

3. táblázat

A vállalat pénzügyi szemszögből

Eszközök		Források	
Jelenleg is pénzt termelő, meglevő befektetések	Meglévő befektetések	Idegen tőke	Kölcsön vett pénz
A jövőben megvalósítható befektetések várható pénzáramlása	Jövőbeni befektetések	Saját tőke	Tulajdonosok tőkéje

Forrás: Damodaran (2001, p. 143.) alapján

Az adott számviteli rendszer sajátosságai

A könyv szerinti és az üzleti érték aránya nemcsak a vállalatspecifikus értékelési gondok miatt lehet eltérő, hanem azért is, mert a kimutatások elkészítésénél követett számviteli előírások sem mindig azonosak. Az Európában szokásos IAS (International Accounting Standard), illetve az Amerikai Egyesült Államokban elfogadott GAAP (Generally Accepted Accounting Principles) mellett sokszor szembesülünk az egy-egy ország saját előírásai alapján elkészült beszámolók nemzetközi összevetésének problémájával. A követett előírások megváltozásakor természetesen a számviteli érték üzleti értékhez való viszonya is módosul.

Copeland et al. (2000) számos alapvető különbséget mutatnak be a helyi számviteli szabályozások között, amelyek komoly torzításokat okoznak. Ezek között is kiemelkedő jelentőségűek a tartalékképzésre, a vállalati nyugdíjalapokra, a goodwill elszámolására és értékcsökkenésére, a konszolidációra, illetve a befektetett eszközök átértékelésére vonatkozó előírások eltérései. Hasonló problémákat sorol fel Brealey és Myers (1999, I. kötet, p. 469-472.) is¹.

Barth és Greg (1998) kiemelik: a tényleges értékcsökkenéstől eltérő ütemű amortizáció torzító hatásának mértéke különböző számviteli rendszerekben igen csak eltérő. Az ausztrál szabályozás például lehetőséget ad egyes eszközcsoportok átértékelésére, amelynek során nem a saját tőkével, hanem egy értékelési tartalékkal szemben kell elkönyvelni a változásokat. (Csak teljes eszközcsoportok értékelhetők át, egyedi eszközök önállóan nem.) Cotter (1999) több vizsgálatot is idéz, amelyek kimutatták, hogy – kihasználva a hitelbírálati rendszerek téves szemléletmódját – az 1970-es években az átértékelések elsődleges célja és eredménye a hitelfelvétel költségeinek csökkentése volt.

Burlaud, Messina és Walton (1996) az Egyesült Királyság és Franciaország amortizációs előírásait elemezve azt illusztrálja, hogy két teljesen azonos vállalat is lényegesen különböző eredményt mutat ki a két országban.

Chen (1999) a kínai számviteli szabályokat és az IAS-t veti össze. Megállapítja, hogy a kínai rendszer 20–30 százalékkal magasabb eredményt mutat ki, mint a nemzetközi beszámolók. (A nyereséges vállalatok 15 százaléka IAS szerint veszteséges lett.) A legfontosabb eltéréseket a kétes követelések leírásában (lazább szabályozás), az értékcsökkenésben (eszközcsoportonként törvényben megszabott, a ténylegesnél jellemzően sokkal hosszabb hasznos élettartam és maradványérték), a készletértékelésben (a historikus értéket sohasem értékeli le a piaci árra) és a deviza alapú tételek elszámolásában (eltérő fordulónap) találta. Megállapította, hogy a költségfelosztási szabályok nagy mozgásteret adtak a vezetés opportunistáknak.

Sokolov és Kovalev (1996) az orosz számvitelt és az IAS szemléletét vetik össze. Az egyik legnagyobb eltérést az adók jelentik. Adataik szerint egy orosz vállalatnak 1996-ban több mint 40 különféle adót kellett fizetnie, amelyek szövetségi, országos és helyi szintű

csoportokra bonthatók. Példálózó felsorolásukban találkozhattunk olyan nyugaton többnyire ismeretlen adónemekkel is, mint a vízhasználati-, fuvarozási-, hirdetési-, vagyonértékesítési- és a (1996-ban 2 százalékos) vállalati vagyonadó.

Ez utóbbi léte miatt a cégek gyakran használják a nyugaton ismeretlen „mérlegen kívüli számlákat”, amelyek csak nyilvántartási célokat szolgálnak. Ezek nem kerülnek a mérlegbe, ezért egyenlegük után adózni sem kell. (Ilyen számlákra kerülnek a bérelt és lízingelt eszközök, a hibás teljesítés folytán a társasághoz került, de át nem vett anyagok és áruk, vagy az összeszerelésre, üzembe helyezésre kapott gépek, alkatrészek, illetve további öt évig a kétséges befolyás miatt már leírt vevőkövetelések is.)

Minden cégnek kötelező az orosz pénzügyminisztérium által megszabott szerkezetet használnia. (Az 1992. január elsejétől érvényes rend száz számlát, 60 alszámlát és tíz számlacsoportot ismer.) Ezeket a „szintetikus” számlákat azonban a vállalatok tovább oszthatják analitikus számlákra. Nehezíti a kimutatások értelmezését, a hatékonyság mérését és az előrejelzést, hogy az időszaki (period costs) és termékköltség (product costs) között az elszámolási rend nem tesz különbséget.

A forrásoldal szerkezete is gyökeresen eltér a nyugaton megszokottól, hiszen a saját tőke és kötelezettségek szétválasztása helyett tartósan rendelkezésre álló (statutory) és a tartaléktőkét (reserve), illetve a speciális célú pénzalapot (special purpose fund) különböztetnek meg.

Az orosz kimutatások összevetését országon belül is nehezíti, hogy a vállalatok 1992 óta maguk választhatják meg, hogy az egyes gazdasági eseményeket a pénzmozgás vagy a szerződés kötés dátumával könyvelik-e. (A következő év könyvelési módját az éves beszámolóban kell rögzíteni.) Ráadásul nincsen konszolidációs kötelezettség, de Sokolov és Kovalev szerint „az eljárás jól ismert és nem tilos”.

Ahogy az orosz példa is mutatja, nemcsak a különböző országokban ténykedő vállalatok közötti összehasonlítások nehézkesek. Gondok lehetnek az egy országon belüli (azonos számviteli rendszert használó) vállalatok összevetésével, sőt ugyanazon cég korábbi kimutatásainak értékelésével is.

Vállalaton kívüli tényezők

Nem csupán a számviteli rendszerek, de más intézmények, így különösen a jogrendszer és a tőkepiac állapota alapvetően befolyásolhatja a számviteli kimuta-

¹ A magyar számvitel szabályozási sajátosságait az egyes mérleg-tételeknél tekintem át.

tások „minőségét”. Miközben a számviteli előírások különbségeiből adódó torzítások – hosszas, aprólékos munkával ugyan, de – jórészt korrigálhatók, a történelmi gyökerek befolyásának eltüntetése nagyságrendekkel nehezebb feladat. Az üzleti és a könyv szerint érték eltérését magyarázó ilyen tényezők két csoportra oszthatók.

Történelmi különbségek kihatása

Egy vállalat tevékenysége rendszerint nem országfüggetlen. Ez viszont azt jelenti, hogy kimutatásaira, illetve jövőjén és kockázatán keresztül üzleti értékére is alapvető hatással lehet, egy-egy állam történelme.

A kelet-közép-európai országok rendszerváltása következtében például az 1990-es évek kimutatásait nem csupán az igen magas és hektikus infláció írta alaposan át, de a historikus adatok is elvesztették relevanciájukat. Összehasonlítható adatok nem voltak elérhetőek, a tőkepiaci intézményrendszer még csak gyermekcipőben járt, a jövőre vonatkozóan pedig szinte semmi biztosat sem lehetett mondani. Az elmélet által javasolt módon nem volt becsülhető sem a kockázatmentes kamatláb, sem a tőke költség, sem a vállalati béta. (Lásd többek között Reszegi László előszavát in: Copeland et al., 1999, p. 18-32., illetve Benninga – Sarig, 1997, p. 194-195.)

Ilyen körülmények között nem csoda, hogy a vállalatok legfeljebb egy-két esztendőre láttak előre. Márpedig minden vállalatértékelési megközelítésnek szüksége van historikus adatokra, korábbi piaci alapú (!) tranzakciók adataira, hasonló vállalatok beszámolóira vagy öt-hat éves üzleti tervre és legalább közep-távú makroökonómiai előrejelzésre.

A világ más részein is találkozhatunk speciális problémákkal. Copeland et al. (2000, p. 362.) Japán példáját idézik, ahol a vállalat értékének akár felét is a más cégekben birtokolt részesedések teszik ki, ráadásul a társaságok részvényei csak igen ritkán cserélnek gazdát, a tranzakciók adatai akkor is rendszerint titkosak (Copeland et al., 1999, p. 381.).

Kínában (Chen, 1999) a vállalatok számára megítéltetés, ha a hatóságoktól engedélyt kapnak arra, hogy részvényeiket bevezessék a tőzsdére. Általában ilyen lehetőséget csak jó múltbeli eredményekkel és biztató kilátásokkal bíró cégek kapnak. E szűrő miatt a tőzsdei vállalatok eredményeit aligha használhatjuk viszonyítási alapként nem jegyzett társaságok értékeléséhez. Ráadásul a társaságok A és B típusú részvényeket bocsáthatnak ki, amelyek közt sem szavazati

jogban, sem más tulajdonrészben vagy osztalékjogosítványokban nincs különbség. Az eltérés az, hogy a B típusú papírokat kizárólag külföldiek tulajdonolhatják, míg az A típus csak belföldiek és külön engedéllyel rendelkező külföldi intézmények között foroghat. A nyelvi és információhoz való hozzáférésben tapasztalható korlátok miatt jellemző, hogy az amúgy teljesen azonos értékű papírok árfolyama között tartós különbség áll fenn, vagyis a piacok nem hatékonyak. Norvégiában ezzel szemben az a jellemző, hogy a befektetők a jövőbeli pénzáramlásra koncentrálnak (Black et al., 2001, p. 293.), vagyis a tőkepiaci árfolyamok hagyományosan jól tükrözik egy-egy cég valós értékét.

Makrogazdaság, élekciklusok

Az egyes országok makrogazdasági trendjeinek eltérése is komoly hatással lehet a vállalat értékére. Néhány ágazat (építőipar, személygépjármű-gyártás) értékesítése igen szorosan függ az általános gazdasági jólétől, illetve annak várható változásaitól. Olyannyira igaz ez, hogy gyakran a makroökonómiai mutatók (GDP, infláció, munkanélküliség) előrejelzése alapján becslik az iparági kilátásokat is (Lásd többek között Benninga – Sarig, 1997, p. 140-157; Ling – Nagy, 1992; Ulbert, 1995).

A tartósan magas infláció időnként már olyan komoly torzítást okoz, hogy maga a számvitel is korrekcióra kényszerül. Oroszországban, ahol az eszközök ártértékelése egyébként tilos, ezt a feszültséget országos ártértékelési kötelezettséggel igyekeztek megszüntetni: 1992-ben, 1994-ben és 1995-ben is minden vállalatnak felül kellett vizsgálnia eszközeinek kimutatott értékét (Sokolov – Kovalev, 1996).

A makrogazdasági okok mellett eltérőek lehetnek két, lényegében azonos vállalat gazdasági kilátásai akkor is, ha az adott technológia, termék vagy iparág eltérő élekciklusban van az adott területen, régióban, országban. Miközben az adott technológia az éppen aktuális régióban a legújabb, legjobb, s legnagyobb versenyelőnyt adó lehet, másutt már elavultnak, vagy legfeljebb belépési korlátnak számíthat. Hiába azonos tehát még technológiájában is két vállalat, kilátásai gyökeresen eltérőek lehetnek attól függően, hogy a világ mely részén (milyen célpiacokon) működnek. Hasonló módon egyedi élekciklussal rendelkeznek az egyes termékek (Kotler, 1991), sőt egyes nézetek szerint maguk a vállalatok (Adizes, 1992) is.

Egy-egy korai szakaszban lévő ágazat értékelését a historikus adatok hiánya is jelentősen megnehezíti.

Ráadásul ilyenkor jellemzően a tetemes befektetések miatt az adott év kimutatásaira sem alapozható előrejelzés, s nincsenek jól beárazott, összehasonlítható vállalatok sem (Damodaran, 2001, p. 10.).

MÉRLEGEN KÍVÜLI TÉTELEK KEZELÉSE

Ahogy láttuk, a modern vállalatértékelési módszerek segítségével becsült vállalati érték, a gyakorlatban szinte mindig eltér a könyv szerinti értéktől. A számviteli értékről ugyanakkor tudjuk, hogy ezen értékfogalom valójában nem jelent sem mérést, sem becslést, csupán egy számbavételi összeget, amelynek nagyságát nem üzleti szempontok határozzák meg.

Ezek alapján a mérlegen kívüli tételeken azon tényezőket értem, amelyek a könyv szerinti érték és a vállalati érték különbségét okozzák, összesített hatásuk nagyságát pedig a számviteli nyilvántartásban szereplő könyv szerinti eszközérték és a vállalati érték különbsége adja. Azt, hogy ez az eltérés koránt sem jelentéktelen jól illusztrálja, hogy Boulton és Libert (2000) vizsgálatai szerint 1978 és 1998 között az Egyesült Államokban az átlagos különbség a piaci érték 5 százalékaról 72 százalékra emelkedett.

Miközben az egyes szerzők igen szélsőséges nézeteket vallanak ezen eltérés magyarázatokor, Pratt (1992) szerint már a kérdés feltevésének sincs értelme, hiszen a könyv szerinti érték valójában nem értékelés eredménye. Bár mint láttuk, a számvitel célja valóban nem az értékmérés, mégis jelenthet egyfajta kiindulást az eszközök, azaz a vállalat vagyonának számbavételére, ám ehhez elengedhetetlen hiányosságainak áttekintése.

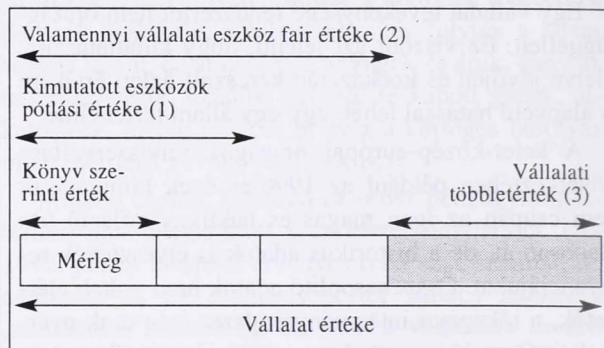
Amennyiben a számviteli kimutatások tartalmazta értékből kiindulva akarunk a vállalat üzleti értékéhez eljutni, három problémát kell áthidalnunk:

1. Az egyes vagyonelemek könyv szerinti értéke nem egyezik meg azok üzleti értékével, amelyet pótlási, helyettesítési vagy újraelőállítási értékkel közelíthetünk. Amennyiben „lemásolva” az értékelendő céget, azonos tevékenységet végző vállalatot akarunk létrehozni, a mérlegben feltüntetett eszközök megszerzése többbe kerülne, mint a nyilvántartási értékük. Ez az eltérés még az alacsony inflációjú Egyesült Államokban is 2–2,5-szeres lehet. (Lásd többek közt Booth, 1998)
2. Vannak olyan önállóan értékesíthető vagyonelemek, eszközök, amelyek nem szerepelnek a kimutatásokban értékelési bizonytalanságaik vagy a

vonatkozó előírások miatt. (Például saját titkos gyártási eljárások, magunk előállította márkanevek, archívumok.) Ugyanakkor a vállalat ezeket is birtokolja, használja, szükség esetén értékesítheti, ezzel növelve jövedelmét. Amennyiben az értékelendő vállalatot le akaránk másolni, ezeket az eszközöket is meg kellene szereznünk.

1. ábra

A mérlegen kívüli tételek kategóriái



3. A vállalat több mint részeinek összege: az üzleti érték tartalmazza az erőforrás-kombinációk szinergikus hatását is. (Lásd például Kerényi, 1994; Bélyácz, 1995) Ezt a *vállalati többletértéket* a vállalat „kvázi eszközeinek”, például a menedzsmentnek, a munkavállalóknak, a szervezeti rendszernek és tudásnak tulajdoníthatjuk. Ezek az érték-befolyásoló tényezők hagyományos értelemben nem tekinthetők eszköznek, mivel nem birtokolhatóak vagy értékesíthetők: valójában sokkal inkább egy adott termelési tényező kombinációt testesítenek meg. Az egyes összetevők hatása természetesen negatív is lehet, ha a vállalat által lekötött erőforrások másutt jobban használhatóak, s emiatt a cég számára kevesebbet érnek, mintha értékesítené őket.

Az imént látott kategorizálást a 1. ábra, az egyes elemek arányát néhány nagyvállalatnál az 4. táblázat mutatja.

Az első két pontban megjelölt probléma valójában az üzleti alapú eszközértékelés megoldását feszegeti. Ezen technikák sok eszköztípus esetében (márkanevek, licencek, szabadalmak) ma is rendelkezésre állnak, különösen, ha az adott eszköztípusnak aktív piaca van. (Lásd például Osman, 1991, vagy Bauer, 1995)

A gondolatmenetet követve Shapiro és Balbirer (2000) modern vállalati pénzügyekkel foglalkozó könyvének elején bemutatja a számviteli számbavétel-

4. táblázat

Néhány nagyvállalat eszközeinek könyv szerinti,
pótlási és piaci értéke
(Milliárd dollár)

	Piaci érték	Könyv szerinti érték	Pótlási érték	„Rejtett érték”
Coca-Cola	148	6	15	90%
Microsoft	119	7	18	85%
Intel	113	17	43	62%
General Electric	169	31	77	54%
Exxon	125	43	107	14%

Roos (1997) alapján, idézi: Booth (1998)

ből kimaradó immateriális eszközökkel kiegészített, pénzügyi szempontból korrigált mérleget. Ennek némileg átalakított változatát az 5. táblázat mutatja.

5. táblázat

Immateriális eszközökkel kiegészített, pénzügyi
szempontból korrigált mérleg

Eszközök		Források
Mérleg	<i>Forgóeszközök</i> Készpénz, bankbetét Piacépes értékpapírok Vevők Egyéb követelések Készletek	Rövid lejáratú kötelezettségek Szállítók Rövid lejáratú hitelek Garanciális kötelezettségek
	<i>Befektetett eszközök</i> Föld Épületek Gépek, berendezések Befektetett pénzügyi eszközök Goodwill	Hosszú lejáratú kötelezettségek Hosszú lejáratú hitelek Kötelezettség nyugdíjalapokból Halasztott adók Lízing
		<i>Saját tőke</i> Bevétel részvényeladásból Eredménytartalék Ki nem mutatott eredmény
Mérlegen kívüli értékek	Immateriális eszközök Védjegyek és szabadalmak Értékesítési hálózat Lojális és képzett munkaerő Ügyfél lojalitás Tanúsítványok Márkanevek	Immateriális kötelezettségek Folyamatban lévő perek Tartós foglalkoztatási politika Termék- és szolgáltatásminőség iránti elkötelezettség Népszerűsítési és hirdetési kényszer

Shapiro és Balbirer (2000, p. 2.) alapján

Az üzleti többletérték támasztotta feladat jóval specializáltabb, összetettebb, és mindezidáig sokszor kidolgozatlanabb eszköztárat igényel. (Lásd például Eperjesi, 1999) A szakirodalomban sokszor szellemi tőkeként hivatkozott tényezőcsoport az OECD 1999-es

ajánlása szerint két részből áll: a szervezeti rendszerhez kötődő értékből (structural capital) (ide értve a szinergiát is) és az emberi erőforrás értékből (human capital). (Ezt a megkülönböztetést használja többek között Sharma (2001), Bontis (2001) és Fernández (2002, p. 584.) is.) Sok szerző, köztük Amram (2002, p. 171.) úgy vélekedik, hogy a speciális tudást igénylő tevékenységek (K+F, különleges szolgáltatások) értéke is ide tartozik. Ennek megítélése és gyakorlati alkalmazása azért is nehéz, mert rendszerint a szükséges tudás és a speciális materiális eszközcsoport egymástól nem elválasztható, leginkább csak egyben értékelhető. Baruch Lev szerint azonban a fizikai eszközök önmagukban nem teremtenek értéket (Gross, 2001), ezért minden többletet a szellemi tőkéhez rendelhetünk. Ezt azonban csak azzal a megkötéssel fogadhatjuk el, hogyha azt csak a standardizált, sorozatban gyártott, a piacon könnyen beszerezhető eszközökre értelmezzük.

Más felosztás szerint (Mayo, 2000, illetve Dzikowski, 2000) a szellemi tőkét ügyfél tőkére (customer capital) ügyfélkapcsolatok, piaci részesedés, imázs, márkanevek), szervezeti tőkére (structural capital, Dzikowskinál: organisational capital eljárások, szabadalmak, adatbázisok, tudás, kultúra) és emberi tőkére (human capital tapasztalat, csapatmunka, motiváció, leadership, know-how) bontható. Eltérések találhatók a szervezeti tőke definíciójában is. A legtöbben szervezeti tőkén a konkrét alkalmazotthoz nem köthető immateriális javakat értik, Mayo csak azt érti ide, ami „megmarad, ha a dolgozók hazamennek”, vagyis az azonos felosztást alkalmazó Dzikowskinak is ellentmondva például a szervezeti hierarchiát is az emberi tőkéhez sorolja, miközben a szervezeti tőkénél szerepelteti a (feltehetően valamilyen formában lejegyzett) tudást.

Brooking (1996, idézi: Bontis, 2001) négy részre osztja a szellemi tőkét. (1) A piaci eszközök az értékesítési teljesítményhez hozzájáruló immateriális eszközök: a márkanevek, ügyfelek, elosztási csatornák, licencek, franchise jogok értékét jelenti. (2) A humán eszközök a szervezeti kreativitást, problémamegoldó képességet, vállalkozói és leadership képességeket fogják össze, míg (3) a szellemi tulajdonhoz kötődő eszközök a know-how, üzleti titkok, szabadalmak, védjegyek csoportját fedik. A szerző (4) infrastrukturális eszközök alatt a technológiák, eljárások, vállalati kultúra, kockázatkezelés, adatbázisok és kommunikációs rendszerek együttesét érti.

Oliver (2001) a részvényesi értéket négy szellemi tőketényező összegeként határozza meg. (1) Az ügyfél vagyon (customer equity) a vevőkkel fenntartott kapcsolatokat jelenti, a (2) márka vagyon (brand equity) a vállalat termékeinek és szolgáltatásainak piaci erejét mutatja. (3) Közkapcsolati vagyon (public equity) alatt azt az értéket érti, amely abból a képességből származik, hogy a vállalat a közvélemény és a kormányzat (nyilván kényszerű) beavatkozásától mentesen tud működni. (4) Az alkalmazotti vagyon (human equity) az emberi tőkéből és az alkalmazottak tehetségéből származik. A kapcsolatok értékteremtésben játszott elsődleges szerepét hangsúlyoztatják Srivastava et al. (1998) is. (A különféle felosztások összefoglalását a 6. táblázat mutatja.)

A látott kategorizálásokat áttekintve úgy tűnik, az OECD kategorizálását a legcélszerűbb alkalmaznunk. Az eltérő csoportosítások lényege ugyanis a szervezeti rendszerhez kötődő érték eltérő kategorizálása, ám – mivel az így kialakuló csoportokon belüli eszközök értékelési elvei közt is igen komoly eltérések lehetnek – így sem lehet homogénebb alcsoportokat kialakítani. Az alapvető különbség ezen tényezők megítélésénél sokkal inkább abban rejlik, hogy a szervezet maga birtokolja-e az adott értéket, vagy csupán azért áll rendelkezésére, mert – átmenetileg – éppen olyan munkaerőt alkalmaz, amely magával hozza azt a rendszerbe.

6. táblázat

A szellemi tőke különféle felosztásai

OECD, Bontis, Sharma, Fernández	Mayo, Dzinkowski	Brooking	Oliver
Szervezeti rendszer	Szervezeti tőke Ügyféltőke	Infrasztruktúrális eszközök Piaci eszközök Szellemi tulajdonhoz kötődő eszközök	Közkapcsolati vagyon Ügyfélvagyon Márkavagyon
Emberi erőforrás	Emberi tőke	Humán eszközök	Alkalmazotti vagyon

Az önállóan nem értékelhető szellemi tőkeelemek jelentőségét mutatja, hogy a Cap Gemini – Ernst & Young 1997-es felmérése szerint a befektetők döntéseik átlag 35 százalékát manapság már nem pénzügyi adatok alapján hozzák meg (James, 2001). A szellemi tőke és a részvényesi (tulajdonosi) érték közötti kapcsolatok szemléltetésére Doyle (2001) önálló modellt is készített. Ennek lényege, hogy az egyes eszközcsoportok hatása csak együttesen érhető tetten az önállóan megfigyelhető és mérhető vállalati tevékenységcsop-

portokban. E szemléletet osztja számos hazai szerző is. (Lásd például Angyal, 1992; Kovács – Lévai, 2000)

Haspeslagh és Jemison (1991, p. 23-27.) szerint a vállalat nem más, mint képességek összessége, amelyek a piacon megfelelően alkalmazva versenyelőnyt (Doyle modelljében: relatív előnyt) teremtenek. (Gyakorlatilag ugyanezen felfogás mellett érvel Aker (1991, p. 13.) is, aki a vállalatot eszközök és képességek együtteseként definiálja.) Versenyelőnyt azok a képességek teremtenek, amelyek (1) vezetési és technológiai tudást (skill) testesítenek meg, (2) elsősorban tapasztalat révén szerezhető meg, (3) jelentősen hozzájárulnak az előállított vásárlói értékhez és (4) a vállalat üzleti területein széles körben alkalmazhatóak. Vállalati többletérték tehát csak ilyen, az (1) és (2) kritérium miatt gyakorlatilag kizárólag immateriális eszközökben megjelenő képességekből származhat.

Az előbbi gondolatok legfontosabb tanulsága, hogy az egyes szellemi tőkeelemekkel kapcsolatban nem a pénzbeli értékelés a cél, hiszen ez nem csak igen nehézkes volna, de eredményét sem tudnánk hasznosítani, hiszen az elemek egyedi vásárlása vagy értékesítése nem lehetséges. A cél itt az, hogy a – nem feltétlenül pénzben mért – érték *változását* valamilyen módon nyomon kövessük.

A szellemi tőke mérésére többféle eljárás is ismert. A szellemi tőke mérésére elsőként a szellemi tőkét vállalatban belül már 1985 óta mérő (biztosító és pénzügyi szolgáltató) Skandia tett kísérletet, kifejlesztve a Skandia Navigator nevű rendszerét a kilencvenes évek elején (Lynn, 1998). Modelljükben öt dimenzióban mérik a szellemi tőkét: (1) pénzügyi, (2) ügyfél-, (3) alkalmazotti, (4) folyamatokhoz kötődő és (5) megújuláshoz és fejlesztéshez kapcsolódó mércéket használnak (Bontis, 2001). A rendszer 91 különböző újonnan definiált szellemi tőkemutatóval dolgozik a hagyományos mércéken alapuló további 73 mellett. Részben hasonló gyökerekkel és egyszerűsítési céllal jött létre 1992-ben Kaplan és Norton (1992, 1996) Balanced Scorecardja, majd a PricewaterhouseCoopers Value Reporting rendszere (Maines et al., 2002) is (Részletesen lásd: Eccles et al., 2001).

A kilencvenes évek eleje óta különösen sokan vizsgálták a nem pénzügyi mutatók és a piaci árak kapcsolatát. E vizsgálatokat áttekintve ugyanakkor Maines et al. (2002) szerint nyilvánvalónak látszik, hogy nem határozhatóak meg egyértelműen olyan nem pénzügyi mutatók, amelyek valamennyi vállalat részvényárfolyamával (értékével) kapcsolatban állnának, ezért azt javasolják, hogy az éves beszámolóhoz a vállalatok ne

előre meghatározott mutatók értékeit csatolják, hanem azon rátákat, amelyek saját megítélésük szerint pénzügyi teljesítményükkel kapcsolatban vannak.

A kilencvenes évek közepén jelentek meg a szellemi tőkeindex rendszerek (Bontis, 2001a), majd az évtized végén a reziduális jövedelemhez, illetve részvényesi értékhez kötődő értékbecslési eljárások következtek. (Lásd Ehrbar – Bergesen (2002), illetve Baruch Price on the priceless, 1999 és Mintz, 1999 elképzeléseit.)

A pénzügy elméletére támaszkodó jövedelemtermelő képességből és az eredetileg a számvitelre alapozó mérlegből kiinduló két értékelési megközelítés között a tételek megfelelő csoportosításával átjárhatóság teremthető. Az első látásra jelentős eltérés ugyanis két alapvető különbségben gyökerezik. (1) Míg az előbbi, például Damodaran által vázolt megközelítés az eszközoldalon a múlt és a jövő szétválasztására fókuszál, addig a korrekciókból kiinduló a megjelenési formákat, számbavételi lehetőséget rendszerezik. (2) A második lényegi eltérés abban van, hogy a jövedelemalapú mérleg piaci értékekkel dolgozik a forrásoldalon is, míg a korrekciós megközelítés célja legtöbbször éppen annak meghatározása, hogy a tulajdonosok ténylegesen mennyi tőkét fektettek a cégbe, hogy aztán az a részvények piaci értékéhez mérve valamiféle elért hozamot mutassanak ki. A két megközelítés közti párhuzamot a 2. ábra szemlélteti. (A különböző piaci értékelések és a mérlegkorrekciók eltéréseiből adódó bizonytalanságot a szaggatott vonalú téglalapok jelzik.)

Összességében tehát azt látjuk, hogy a piaci és a könyv szerinti érték eltérését alapvetően a két megközelítés eltérő szemléletmódja, a konkrét esetben alkalmazott számviteli szabályok és az adott vállalat gazdasági környezete határozza meg. Bár matematikailag kialakítható kapcsolat a két érték között, miután a számvitel számos üzleti szempontból lényeges tényezőt nem vesz figyelembe az értékmeghatározáskor, a vállalati vagyonszámviteli nyilvántartását a gyakorlatban inkább csak egyfajta kiinduló és kiegészítésre szoruló leltárként kezelhetjük, a konkrét értékelést azonban – már csak az eltérő szemléletmód miatt is – a legtöbbször teljesen előről kell kezdenünk.

NAPJAINK TRENDJEI

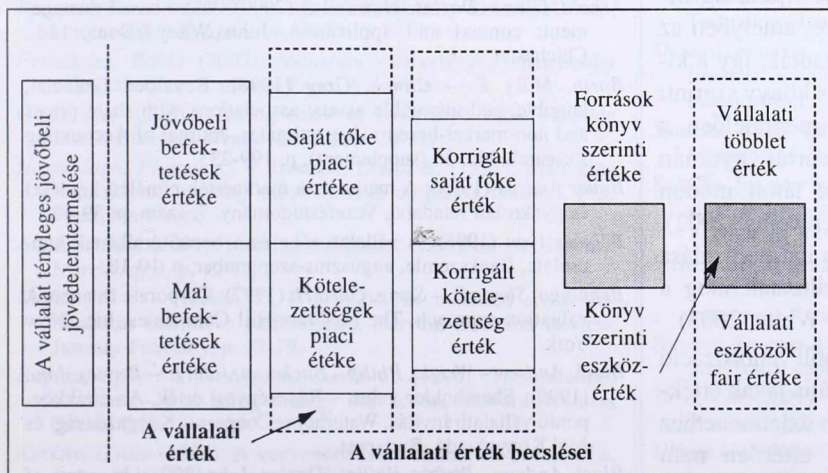
A tapasztalatok szerint – miközben a vállalatok adásvételekor a kiigazítások és értékelési módszerek széles tárházát használják, addig – a működési teljesítmény megítélésére egyelőre igen kevesen alkalmazzák az áttekintett korrekciókat, amelyek nem csak a vállalati érték, de a befektetett tőke pontosabb becslését is szolgálják. Erre a korrekciók sokfélesége, a módosítások nagy idő és információigénye lehet a magyarázat.

Érdekes ugyanakkor, hogy szellemi tőkével kapcsolatos mérést a (nyugati) vállalatok nagy része végez. Egy 1998-as felmérés szerint például a vizsgálatba bevont cégek 75 százaléka használt valamilyen mutatót arra, hogy immateriális javainak alakulását nyomonkövesse, mivel ettől működési hatékonyságuk javulását remélték (Bontis, 2001a). Ebből arra következtethetünk, hogy miközben eltérő céllal elvégzik a cégek a

szükséges méréseket és becsléseket, az eredmények nem jutnak el a befektetési döntéshozatalig.

Mindezek alapján úgy látszik, hogy a vállalatok tudásukat közel sem hasznosítják napi tevékenységük során. Noha sok esetben ismerik a megfelelő értékelési technikákat, a napi vállalatvezetésben nem alkalmazzák azokat. Ennek több magyarázata is lehet. Elképzeltető, hogy a szükséges tudással a vállalatok maguk nem rendelkeznek, külső tanácsadókat pedig csak rendkívül indokolt esetben vesznek igénybe. Az is lehetséges, hogy a megfelelő szemlélet házon belül megvan, ám nem ismerik fel alkalmazásának jelentőségét a napi ügymenetben,

A jövedelemalapú és a korrekciós mérlegkép összevetése



Damodaran (2001, p. 143.), Shapiro – Balbirer (2000, p. 2.) és Stewart (1991, p. 182.) alapján.

vagy annak hasznát kisebbnek ítélik, mint az alkalmazásukhoz szükséges információk beszerzésének költsége.

Ez a helyzet azonban aligha lesz tartós. A könyv szerinti és a piaci érték közötti, mind jobban táguló rést (accounting gap) látva ugyanis az FASB 2001 december 15-től új elszámolási szabályokat vezetett be (Murphy – Hyde, 2002). A módosítások lényege, hogy a felvásárlással szerzett immateriális javakat az eddigi egységes kezeléssel (goodwill) szemben, önálló csoportokra lebontva kell bemutatni. Külön kell szerepeltetni a (1) valamilyen konkrét szerződésből vagy jogszabályból eredő eszközöket és (2) a bármilyen más módon önállóan leválasztható vagy átruházható eszközöket és forrásokat (Valuing intangibles, 2002).

Az új irányelvek szerint az ilyen elkülönülten bemutatott eszközöknek főszabályként véges élettartamuk van, ezért azokat ennek megfelelően amortizálni is kell. A szabályozás öt kategóriát nevesít. Eszerint külön kell kimutatni a marketinghez (márkanevek, védjegyek), a technológiához (szabadalmak, eljárási kézikönyvek), a művészi munkához (irodalmi művek, szerzői jogok), a szerződésekhez (licenc, franchise) és az ügyfelekhez (ügyféllista, várólista) kapcsolódó eszközöket. A hátralévő hasznos élettartamot (amortizációs időt) évente felül kell vizsgálni (Murphy – Hyde, 2002).

A goodwill megmaradó részét azonban többé nem kell amortizálni, hiszen abban kizárólag meg nem határozható (végtelennek tekintett) élettartamú eszközök maradhatnak. Ugyanakkor amennyiben ezen eszközök értéke valamilyen okból mégis csökkenne, azt rendkívüli leírással korrigálni kell, ezért a teljes goodwill állományt évente újra kell értékelni, a veszteséget pedig le kell írni (Murphy – Hyde, 2002; Petrash, 2002).

Az új szabályok szerint már nincsen lehetőség a vállalat-felvásárlások érdekek egyesítése (pooling-of-interests) eljárással történő könyvelésre, amelyben az egyes mérlegtételeket egyszerűen összeadták, így a kimutatásokban nem jelent meg a piaci és a könyv szerinti érték különbsége (goodwill). Ennek megfelelően a jövőben minden egyesülés és felvásárlás nyomán keletkezik goodwill, amelyet az imént látott módon meg kell bontani a beszámolóban (Schweihs, 2002). Az észak-amerikai számviteli eljárások harmonizálása érdekében 2003-tól hasonló módon változtak meg a kanadai számviteli szabályok is (Cole – White, 2003).

Az új szabályok nyomán az elszámolt amortizáció emelkedik, ráadásul ezután az immateriális javak értékcsökkenési elszámolása már a normál üzletmenethez tartozik, így az eddig megszokottól eltérően nem rendkívüli tételként szerepel majd. Mindezeket túl az FASB olyan új szabályozáson dolgozik, amely előírja a

mérlegben nem szereplő immateriális javak bemutatását a számviteli jelentések mellékleteiben.

A példa ragadós: az új GAAP előírásokhoz alig néhány hónap elteltével igazodtak a kanadai irányelvek is. Sőt ez a trend és a Basel II irányelvek ösztönzik az Európában használt IAS rendszer mostanság folyó reformját is. Ez a folyamat feltehetően néhány esztendőn belül arra készteti a hazai vállalatokat is, hogy számviteli nyilvántartásaikat a szellemi tőke bemutatására új típusú mérésekkel, mutatókkal egészítsék ki.

Vizsgálatom legfontosabb tanulsága úgy fogalmazható meg, hogy a számviteli értékmérés önmagában nem elégséges az üzleti célú döntéshozatal megalapozásához. Bár egy konkrét tranzakciónál nem az üzleti értéket meghatározó tényezők azonosítására és azok önálló mérésére kell koncentrálni, ez a folyamatos működésben komoly jelentőséggel bír. A vezetői döntési alternatívák értékelésénél, az egyszeri és folyó költségek megítélésénél, illetve a befektetési lehetőségek helyes felmérésénél mindenképpen szükség van erre. Ez azt jelenti, hogy kizárólag a számviteli információs rendszerre támaszkodva, szemben a 20–50 évvel ezelőtti helyzettel, ma már nem hozhatók helyes üzleti döntések. A korábbi „koordináta-rendszer” súlyosan egyszerűsít, torzít, ezért kiegészítésre szorul. A napjainkban is oly sokszor használt biztos alap elveszett.

Felhasznált irodalom

- Aaker, David Allen (1991): Managing brand equity: capitalizing on the value of a brand name, Free Press, New York
- Adizes, Ichak (1992): Vállalatok életciklusai, HVG Rt., Budapest
- Amram, Martha (2002): The value sweep: mapping corporate growth opportunities, Harvard Business School Press, Boston
- Angyal Ádám (1992): A vállalkozás értelme, azaz a vállalkozás értéke, Ipar-Gazdaság, február-március, p. 19-25.
- Arnold, Glen – Davies, Matt (eds.) (2000): Value-based management: context and application, John Wiley & Sons, Ltd., Chichester
- Barth, Mary E. – Clinch, Greg (1998): Revalued financial, tangible, and intangible assets: associations with share prices and non-market-based value estimates, Journal of Accounting Research, No. 36 (supplement), p. 199-233.
- Bauer András (1995): A márka és a márkaérték elméleti kérdései és gyakorlati feladatai, Vezetéstudomány, 7. szám, p. 39-42.
- Bélyácz Iván (1995): A vállalati tőke és a benső értékének kapcsolata, Bankszemle, augusztus-szeptember, p. 10-18.
- Benninga, Simon Z. – Sarig, Oded H. (1997): Corporate finance, A valuation approach, The McGraw-Hill Companies, Inc., New York
- Black, Andrew – Wright, Philip – Bachman, John E. – Davies, John (1999): Shareholder value – Részvényesi érték, Az értékközpontú vállalatirányítás, WaterhouseCoopers – Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest
- Black, Andrew – Wright, Philip – Davies, John (2001): In search of shareholder value, Managing the drivers of performance, 2nd ed., WaterhouseCoopers – Pearson Education, London

- Bontis, Nick* (2001): Assessing knowledge assets: a review of the models used to measure intellectual capital, *International Journal of Management Reviews*, March, p. 41-60.
- Bontis, Nick* (2001a): Assessing knowledge assets: a review of the models used to measure intellectual capital, *International Journal of Management Reviews*, March, p. 41-60.
- Booth, Rupert* (1998): The measurement of intellectual capital, *Management Accounting: Magazine for Chartered Management Accountants*, November, p. 26-28.
- Brealey, R. – Myers S. C.* (1999): Modern vállalati pénzügyek, McGraw-Hill Companies, Inc. – Panem Könyvkiadó Kft., 2. kiadás, Budapest
- Brooking, Annie* (1996): Intellectual capital: Core assets for the third millennium enterprise, Thomson Business Press, London
- Burlaud, Alain – Messina, Michel – Walton, Peter* (1996): Depreciation: concepts and practices in France and the UK, *European Accounting Review*, No. 2., p. 299-316.
- Chen, Charles J. P.* (1999): A comparison of reported earnings under Chinese GAAP vs. IAS: Evidence from Shanghai Stock Exchange, *Accounting Horizons*, Jun, p. 91-110.
- Cole, Stephen – White, Paula* (2003): Accounting for goodwill, *CA Magazine*, January, p. 41-42.
- Copeland, Tom – Koller, Tim – Murrin, Jack* (1999): Vállalatértékelés, értékmérés és értékmaximáló vállalatvezetés, McKinsey & Company Inc. – Panem – John Wiley & Sons, Inc., Budapest
- Cotter, Julie* (1999): Asset revaluations and debt contracting, *Abacus*, October, p. 268-285.
- Damodaran, Aswath* (2002): Investment valuation, Tools and techniques for determining the value of any asset, 2nd ed., John Wiley & Sons, Inc., New York
- Doyle, Peter* (2001): Shareholder-value-based brand strategies, *Journal of Brand Management*, September, p. 20-31.
- Dzinkowski, Ramona* (2000): The measurement and management of intellectual capital: An introduction, *Management Accounting: Magazine for Chartered Management Accountants*, February, p. 32-35.
- Eccles, R. – Herz, R. – Keegan, E. – Philips, D. M. H.* (2001): The value reporting revolution, John Wiley & Sons, New York
- Ehrbar, Al – Bergesen, Mich* (2002): A new approach to managing brand and business value, *Strategic Investor Relations*, Winter, p. 42-48.
- Ehrbar, Al* (2000): EVA – Gazdasági hozzáadott érték, Kulcs az értéktéremtéshez, (Stern Stewart & Co.) Panem Kiadó – John Wiley & Sons, Inc., Budapest
- Eperjesi Ferenc* (1999): A szellemi tőkéről, *Számvitel, adó, könyvvizsgálat*, január, p. 19-20.
- Fernández, Pablo* (2002): Valuation methods and shareholder value creation, Academic Press, Amsterdam
- Gross, Neil* (2001): Taking stock of company's most valuable assets, *Business Week*, 18th Jun, p. 30-31.
- Haspeslagh, Philippe C. – Jemison, David B.* (1991): Managing acquisitions: creating value through corporate renewal, Free Press, New York
- James, Julian* (2001): Insuring the brand, *Ivey Business Journal*, March-April, p. 12-15.
- Kaplan, R. S. – Norton, D. P.* (1992): The balanced scorecard-measures that drive performance, *Harvard Business Review*, January-February, p. 71-79.
- Kaplan, Robert S. – Norton, David P.* (1996): The balanced scorecard – translating strategy into action, Harvard Business School Press, Boston
- Kerényi Gyula* (1994): A vagyontérkékel szemléleti problémája, *Számvitel és könyvvizsgálat*, február, p. 87-89.
- Kotler, P.* (1991): Marketing management, Műszaki Könyvkiadó, Budapest
- Kovács Árpád – Lévai János* (2000): A humán tőke auditálásának szükségessége az új évezred küszöbén, *Pénzügyi szemle*, 11-12. szám, p. 975-985.
- Ling, Robert V. – Nagy János* (1992): Üzletértékelési módszerek, *Számvitel és könyvvizsgálat*, 1992. január, p. 19-22.
- Lynn, Bernadette* (1998): Intellectual capital, *CMA Magazine*, February, p. 10-15.
- Madden, Bartley J.* (1999): CFROI valuation, A total system approach to valuing the firm, Butterworth-Heinemann, Oxford
- Maines, Laureen A. – Bartov, Eli – Fairfield, Patricia M. – Hirst, D. Eric – Iannaconi, Teresa, E. – Mallett, Russell – Schrand, Catherine M. – Skinner, Douglas, J. – Vincent, Linda* (2002): Recommendations on disclosure of nonfinancial performance measures, *Accounting Horizons*, December, p. 353-362.
- Mayo, Andrew* (2000): The role of employee development in the growth of intellectual capital, *Personnel Review*, 2000, No. 4, p. 521-533.
- Mintz, S. L.* (1999): Seeing is believing, *CFO*, February, p. 29-34.
- Murphy, Phillip J. – Hyde, Howard* (2002): Recent changes in accounting rules that may affect the lender, *Secured Lender*, January-February, p. 86., 88-89., 108.
- Nagy Imre Zoltán* (1991): Vállalkozások értékelése, *Számvitel és könyvvizsgálat*, október, p. 404-405.
- Nakamura, Leonard* (1999): Intangibles: What put the new in the New Economy? *Business Review*, July-August 1999, p. 3-16.
- Osman Péter* (1991): Immateriális vagyon, szellemi vagyon, *Vezetéstudomány*, 9. szám, p. 19-25.
- Osterland, Andrew* (2001): Decoding intangibles, *CFO*, April, No. 4., p. 56-61.
- Personnel Today* (2002): Getting the measure of human capital, *Personnel Today*, 24th September, p. 26-30.
- Petrash, Gordon* (2002): New pressures on valuing acquired intangibles, *Mergers & Acquisitions: The Dealermaker's Journal*, May, p. 42-45.
- Pratt, Shannon P.* (1992): Üzletértékelés – módszertan és gyakorlat, Kossuth Könyvkiadó, Budapest
- Price on the priceless* (1999), *Economist*, 12th Jun, p. 60-62.
- Reszegi László* (1998): Értékmaximáló vállalati stratégia, in.: Jubileumi tudományos ülésszak, Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetem, 2. kötet, p. 918-932
- Roos, J.* (1997): Intellectual capital, Macmillan Business
- Schweiss, Robert P.* (2002): Valuation of intellectual property is the focus of the new accounting guidelines, *Intellectual Property & Technology Law Journal*, May, p. 6-13.
- Shapiro, Alan C. – Balbirer, Shelton D.* (2000): Modern corporate finance: a multidisciplinary approach to value creation, Prentice Hall, Upper Saddle River
- Sharma, Sunil* (2001): Counting my knowledge, *Knowledge Management*, November, p. 18-20.
- Sokolov, Jaroslav V. – Kovalev, Valery V.* (1996): In defence of russian accounting: a reply to foreign critics, *European Accounting Review*, No. 4., p. 743-762.
- Srivastava, Rajenda K. – Shervani, Tasaddg A. – Fahey, Liam* (1998): Market-based assets and shareholder value: A framework for analysis, *Journal of Marketing*, January, p. 2-18.
- Stewart, Thomas A.* (1994): Your company's most valuable asset: Intellectual capital, *Fortune*, 10th March, p. 68-73.
- Tozer, Lin* (2001): Resource concerns – intangible fixed assets? *Accounting Forum*, Jun 2001, p. 158-173.
- Ulbert József* (1995): Privatizáció és vállalatértékelés, *Bankszemle*, augusztus-szeptember, p. 1-9.
- Valuing intangibles: Controversy triggers new rules for G/L pros, *Managing the General Ledger*, July, p. 1., 12-14.